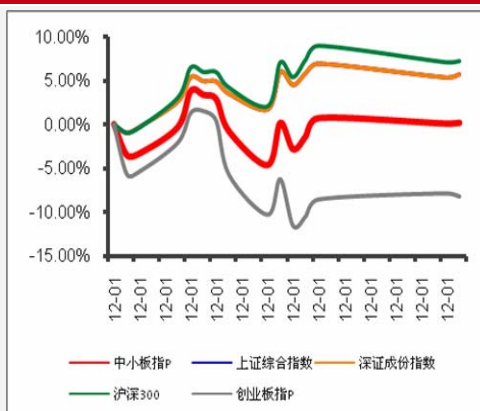




## 预期改善下的估值修复行情

上证指数



主要数据

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 总市值(亿)         | 220919.28 亿元      |
| 流通市值(亿)        | 171191.69 亿元      |
| 沪深 300 11PE    | 10.43 倍           |
| 中 小 企 业 板 11PE | 21.62 倍           |
| 创业板 11PE       | 16.16 倍           |
| 研 究 员          | 温丽君               |
| 投资咨询证书号        | S0620511010007    |
| 电 话            | 025-83369725      |
| 邮 箱            | ljwen@njzq.com.cn |

### ● 内容提要

- 从既往预期改善而引发的反弹行情来看，政策转向引发反弹的力度及持续时间无疑是最强的，往往演绎成一个小牛市行情，而流动性预期改善而引发的行情则视流动性实质性改善的力度而决定，如果流动性出现明显改善，则往往可以演绎成中期反弹行情。但是，尽管政策预期转向对于市场的刺激力度最为立竿见影，但是由于政策转向把握难度明显较大，过程中也充满反复与波折，反弹进程往往一波三折，并且容易中途夭折。
- 政策面及流动性预期能否持续改善，热点能否进一步深化，将成为此轮行情纵向深度的大小以及行情持续时间的关键所在。
- 在美国国内经济复苏不及预期、国外欧债危机冲击依然存在的背景下，美联储在就业和通胀两个货币政策目标之间，无疑看看中就业目标，如果未来一段时间通胀仍然可控而就业状况难以显著改善，则推出 QE3 的概率在增大，至少将有过半的概率，而这对于全球资本市场而言，无疑将带来短期刺激。
- 尽管短期一些干扰因素如人民币升值预期以及短期通胀的反复影响政策微调步伐，不过需要指出的是，当前外需下滑与国内投资放缓趋势并未改变，经济增长依然存在诸多压力。季节性因素消退后，物价重拾跌势可期，上半年物价增速下行依然较为明确。而新增外汇占款即便恢复正增长，但随着欧债国家偿付高峰到来，美元对欧元维持强势是大概率事件，人民币对美元的升幅可能有限，热钱流入量会保持在低位。总体来看，一季度下调存款准备金率的概率依然较大。
- 从外围局势来看，一季度是欧债到期的集中期，市场对于欧债危机前景依然悲观，而在最悲观的背景下，反而将有望迎来政

策利好的集中释放期。国内的政策微调步伐也有望随之跟进，这反而有利于市场反弹的进一步演绎。

- 政策面及资金面的利好预期基本奠定股指底部区域，股指中期反弹格局渐成，考虑到政策难以全面放松，尤其是地产政策依然存在较大变数，上市公司业绩下滑也依然局势不明，股指反弹的性质依然属于预期改善下的估值修复行情，如果政策面及资金面改善如我们所预期，则股指反弹的幅度将在 15%-20%之间。
- 需要指出的是，股指的反弹过程中也将面临政策的不断反复、资金面不断变化下的各种可能干扰，反弹进程或将依然充满波折。尤其是 2300-2400 点一线的套牢盘压力依然不容小觑，这些都需要股指进一步震荡以消化上方压力，总体而言，股指能否有效摆脱 2300 点上方钳制是反弹能否延续的关键所在，而板块的有效轮动以及政策面的进一步跟进则将是股指走出中期反弹行情的决定性因素，对此，目前我们仍持相对乐观态度，建议逢低积极布局。
- 行情主线上，低估值品种或依然是反弹主线，这其中包括了绝对的低估值板块如金融、煤炭以及建材等周期性板块，QE3预期下有色金属品种或也有可能进一步表现的空间，此外，也包括了前期补跌凶猛而估值已跌到历史底部的相对低估值品种。
- 而如果行情能进一步演绎成中期反弹行情，则早周期性品种——政策受益板块——业绩预增——补涨个股或将有望成为行情递进的主线。建议密切关注政策面及资金面变化，灵活布局，逢低参与。

## ● 预期改善下的估值修复行情：空间还有多大

- 尽管在传统春节之前，资金面依然处于空间紧张的局面，对市场做多人气形成不小的打压，创业板、中小板指一度都持续探底，创出调整新低，不过，市场对于政策面及资金面的预期开始逐渐有所好转，助推股指触底回升，沪指依然有了不小幅度的反弹，至 1 月底，本轮股指反弹幅度最高时已达 8% 左右，那么，后续而言，基于预期改善下的反弹行情，还有多大的空间？
- 从既往预期改善而引发的反弹行情来看，政策转向引发反弹的力度及持续时间无疑是最强的，往往演绎成一个小牛市行情，而流动性预期改善而引发的行情则视流动性实质性改善的力度而决定，如果流动性出现明显改善，则往往可以演绎成中期反弹行情。不过，尽管政策预期转向对于市场的刺激力度最为立竿见影，但是由于政策转向把握难度明显较大，过程中也充满反复与波折，反弹进程往往一波三折，并且容易中途夭折。

表 1：基于预期改善而引发的反弹空间及情况

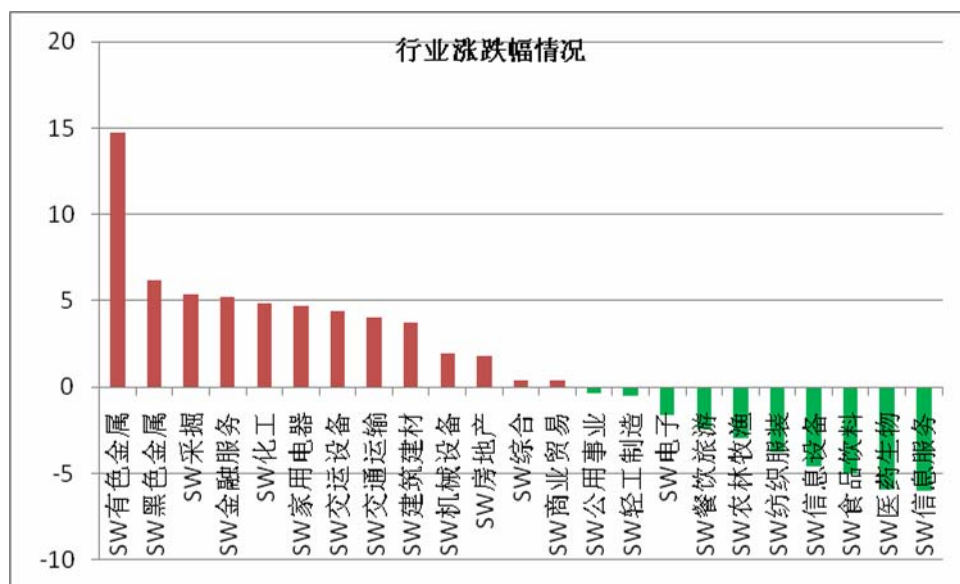
| 时间段            | 反弹理由       | 反弹幅度   | 主流热点                  |
|----------------|------------|--------|-----------------------|
| 2009 年 1-2 月   | 政策预期改善     | 31.22% | 周期性品种主导、全面热点开花        |
| 2010 年 10-11 月 | 热钱流入预期，QE2 | 21.59% | 有色、煤炭等资源品种            |
| 2011 年 1-4 月   | 信贷投放超预期    | 14.19% | 钢铁、有色等周期性品种           |
| 2011 年 10-11 月 | 政策微调预期     | 9.17%  | 传媒、环保等政策受益主题性机会、消费类品种 |

数据来源：wind 资讯，南京证券

- 从这波反弹的主流热点来看，反弹主基调依然是周期性品种的带动，有色金属在 1 月份反弹幅度高达将近 15%，钢铁、煤炭紧随其后，低估值权重品种成为反弹的主力先锋，从历史经验上看，由周期性品种发动的估值修复性行情如果不能进一步演化成多热点齐开花的局面，则反弹往往来势凶猛，但结束的也很迅速，因此后续而言，政策面及流动性预期能否持续改善，热点能

否进一步深化，将成为行情纵向深度的大小以及行情持续时间的关键所在。

图1：1月市场涨跌幅情况（%）



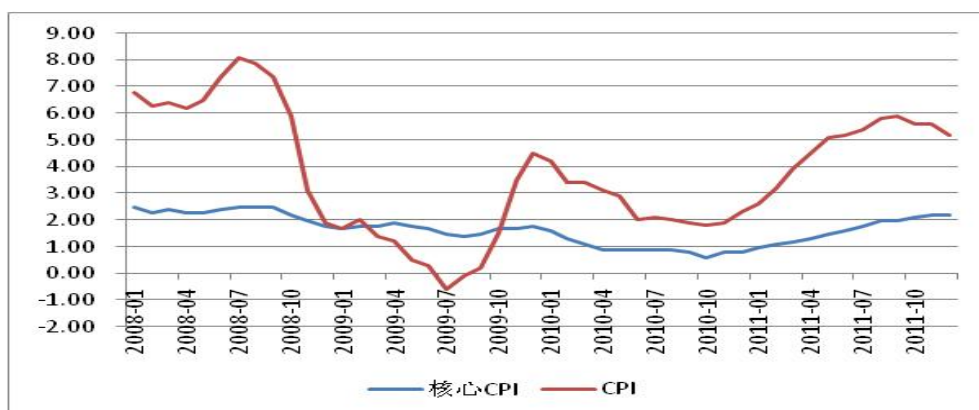
数据来源：wind 资讯，南京证券研究所

## ●预期改善的空间：QE3 预期下的国内政策微调及流动性改善

- QE3 推出的概率有多大？
- 美国商务部 1 月 27 日公布的初步数据显示，美国 2011 年第四季度 GDP 增长上升至 2.8%，为 2011 年全年最佳水平，也创下了逾一年半时间以来的最快增长步伐。不过，这一数据依然低于此前市场普遍预期，按此计算，2011 年全年美国 GDP 仅增长 1.7%，增幅只有 2010 年 3.0% 的一半左右。为此，美国央行美联储宣布，将继续保持基准借贷利率接近于零的水平，直到 2014 年底。这是美联储最新一次试图促进美国经济发展的努力。同时，美联储降低了对 2012 年美国经济增长的预期，它预估美国经济增长率最高仅为 2.7%，低于早些时候预期的 2.9%。
- 在就业和通胀两个货币政策目标之间，美联储明显更看重前者，尤其是在美国国内经济复苏不及预期、国外欧债危机冲击依然存在的背景下，如果未来一段时间通胀仍然可控而就业状况难以显著改善，则推出 QE3 的概率在增大，至少将有过半的概率，而这对于全球资本市场而言，无疑将带来短期刺激。
- 但是，即使美国推出 QE3，美联储也很难重复 QE2 的套路——通过扩大资产购买规模向经济注入更多的流动性。这是因为，QE2 已经显现出边际效应递

减现象，超量流动性推升了大宗商品价格，进而传导至美国的核心通胀，挤压了美联储货币政策的操作空间，但其对经济提振却趋于有限。因此，美联储有可能推出一个变相的 QE3——维持现有的资产购买规模，避免美联储的资产负债表大幅度膨胀，更多地利用到期债券本金购买国债或直接购买国债，尤其是长期国债，而同时美联储会非常注重对通胀预期的影响，因而整个操作可能相对前两次都要来得更为小心翼翼。

图 2：美国通胀依然处于高位



数据来源：wind 资讯，南京证券

### ● 人民币升值、通胀预期影响国内微调步伐

美国 QE3 不断升温，此外，欧债危机持续演绎下，欧洲央行持续量化宽松也已经成为主流声音，这都将使得全球流动性宽松局面仍难改变。与此同时，全球经济增速放缓之下，巴西等新兴经济体也不断降息，以防止经济增长速度过快下滑。防止经济增速陷入二次衰退依然是全球货币政策实施的重点目标。

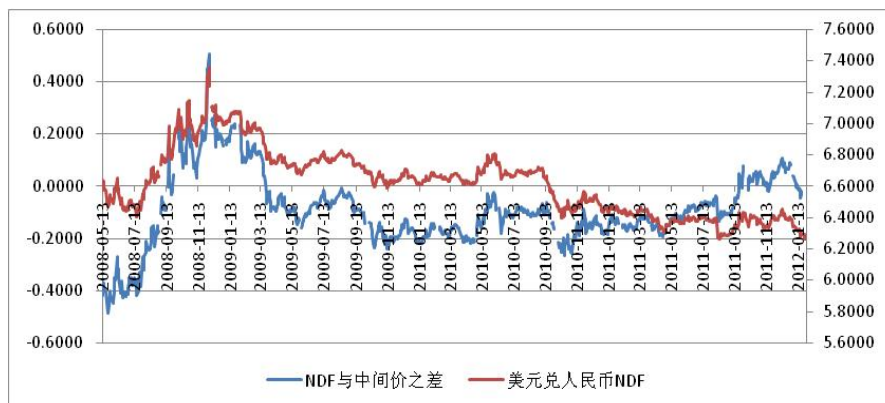
而国内来看，去年四季度至今，对于基本面的悲观预期持续恶化，经济增速不断下滑下市场对于经济增长硬着陆的悲观预期不断升温，尤其是国内地产调控政策之不放松也使得市场对于未来经济增长前景愈加悲观，进而演化成对上市公司未来业绩增长的悲观预期，前期高估值品种遭遇大幅度的补跌，中小板、创业板指数不断持续下跌。否极泰来，近期市场对于政策微调的预期明显有所改善，不过，短期人民币升值有所抬头以及通胀的短期反复对于微调预期形成较大干扰。

### ● 人民币升值预期再抬头

从人民币离岸市场上看，1 月中旬后，美元/人民币 NDF 价格不断走低，并于 27 日创出新低，相应地，人民币 NDF 与现汇之间差值由前期贬值预期扭转为升值。尤其是随着 QE3 推出预期的不断升温，对于人民币升值预期明显迅速抬头，

这将使得 1 月市场的外汇占款情况或将发生新的变化，进而对此前热钱流出的悲观预期有所修正。而如若热钱重现流入格局，则势必将抑制国内货币政策的微调空间。

图 3：升值预期再抬头

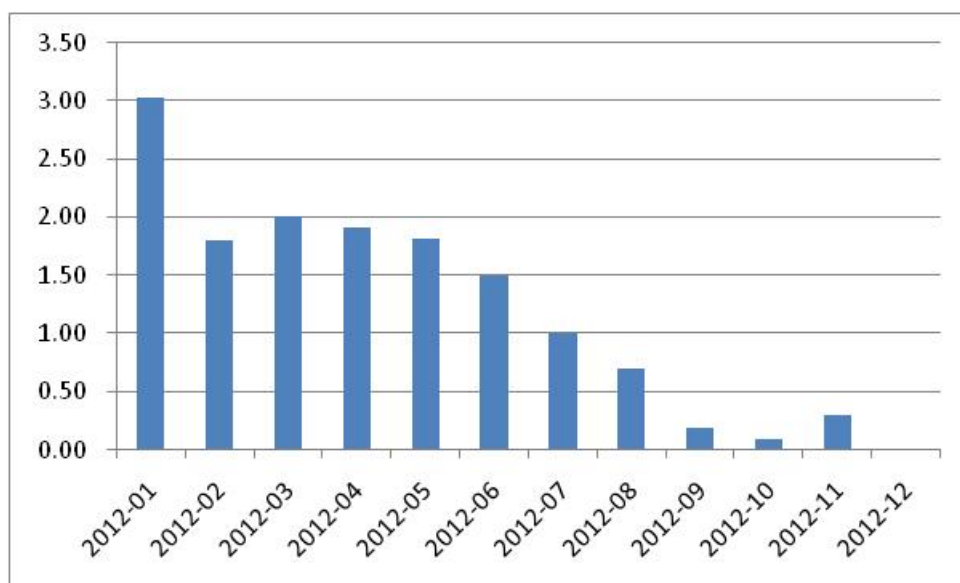


数据来源：wind 资讯，南京证券

### ● 短期物价存在反复

尽管去年 12 月 CPI 延续涨幅收敛趋势，然而跨年后即迎来农历春节，打乱物价回落节奏。近段时间，商务部食用农产品价格指数持续上行，或带动 1 月 CPI 食品价格环比涨幅重新扩张，与此同时，由于 1 月翘尾因素位于 2012 年全年最高位置，这就意味着，1 月 CPI 同比涨幅可能较上月有所反弹。而这势必使得短期货币政策的持续微调的步伐有所放缓。从近期央行不断采取公开市场大规模逆回购释放流动性以缓解资金面紧张格局，也不愿意轻易下调存款准备金率的举动就可以窥出央行货币政策微调的谨慎心态。

图 4：2012 年 CPI 翘尾因素



数据来源：wind 资讯，南京证券

## ● 政策微调、流动性改善仍是一季度主题

尽管短期一些干扰因素影响政策微调步伐，不过需要指出的是，当前外需下滑与国内投资放缓趋势并未改变，经济增长依然存在诸多压力。季节性因素消退后，物价重拾跌势可期，上半年物价增速下行依然较为明确。而新增外汇占款即便恢复正增长，但随着欧债国家偿付高峰到来，美元对欧元维持强势是大概率事件，人民币对美元的升幅可能有限，热钱流入量会保持在低位。总体来看，一季度下调存款准备金率的概率依然较大。

而从信贷政策上看，近期管理层已屡屡传出一季度信贷增长将比去年同期增加 5%，从去年一季度的释放情况来看，一季度信贷增长为 2.255 万亿元，这就意味着今年一季度新增信贷将高达 2.4 万亿元，相比去年三、四季度新增信贷紧缩的局面将出现明显的改善，这必将使得市场前期对于资金面紧张的悲观预期进一步得到扭转。

除此之外，必须指出的是，从外围局势来看，一季度是欧债到期的集中期，市场对于欧债危机前景依然悲观，而在最悲观的背景下，反而将有望迎来政策利好的集中释放期。国内的政策微调步伐也有望随之跟进，这反而有利于市场反弹的进一步演绎。尤其是 QE3 的预期不断升温下，已经将国内经济政策持续调控的空间压制到最低，后续微调依然是主基调。不过，需要指出的是，政策依然只是微调预调，与全面放松差距甚大，因此，市场很难迎来全面的大反弹，市场更多的将是政策面微调预期以及流动性改善下的估值修复性行情。

## ● 2 月投资策略：政策微调及流动性改善下的估值修复行情

综上所述，近期 QE3 的预期不断升温，尽管我们认为 QE3 即使成行，与前两次的量化宽松的力度也难以比肩，对全球流动性的影响也将趋于有限。不过，对于大宗商品市场来说，QE 的效果却是十分明显，从过去三年大宗商品走势上看，量化宽松一旦成行，各主要大宗商品价格均呈现趋势性上涨的态势，总体看来，在 QE1 时基本翻了一倍，在 QE2 期间则有 50% 左右的涨幅，其中工业金属较能源上涨更多，金价更是屡创新高。因此，即使此次 QE3 的力度有限，其对大宗商品价格的刺激依然值得关注。

而从国内政策上看，短期而言，由于央行节前集中逆回购超过 5500 亿元，所

释放的流动性相当于降低存款准备金率 50 个基点以上的水平，在一定程度上遏制了资金面极其紧张的局面，也顺势延缓了下调存准率的需求，此外，短期通胀的可能反复以及热钱流入可能等多重干扰使得央行持续微调动作有所减缓。不过我们认为，公开市场操作只能短期减缓资金面紧张局面，中期却难以从根本上“止渴”，如果市场资金面持续紧张，央行一季度继续下调存准率的概率依然较高。

此外，近期政策微调预调力度明显增强，一季度信贷增长有望超越去年，这就意味着去年 12 月流动性拐点基本成立，流动性预期明显改善。而从证监会不断出台股市新政上看，新政力度明显超预期，养老金入市是大势所趋，其对股指形成实质性支撑，后续诸如新股发行体制改革举措的出台预期也利于进一步改善市场供求关系，这利于进一步改善市场悲观预期。

因此，政策面及资金面的利好预期基本奠定股指底部区域，股指中期反弹格局渐成，考虑到政策难以全面放松，尤其是地产政策依然存在较大变数，上市公司业绩下滑也依然局势不明，股指反弹的性质依然属于预期改善下的估值修复行情，如果政策面及资金面改善如我们所预期，则股指反弹的幅度将在 15%-20% 之间。而需要指出的是，股指的反弹过程中也将面临政策的不断反复、资金面不断变化下的各种可能干扰，反弹进程或将依然充满波折。尤其是 2300-2400 点一线的套牢盘压力依然不容小觑，这些都需要股指进一步震荡以消化上方压力。总体而言，股指能否有效摆脱 2300 点上方钳制是反弹能否延续的关键所在，而板块的有效轮动以及政策面的进一步跟进则将是股指走出中期反弹行情的决定性因素，对此，目前我们仍持相对乐观态度，建议逢低积极布局。

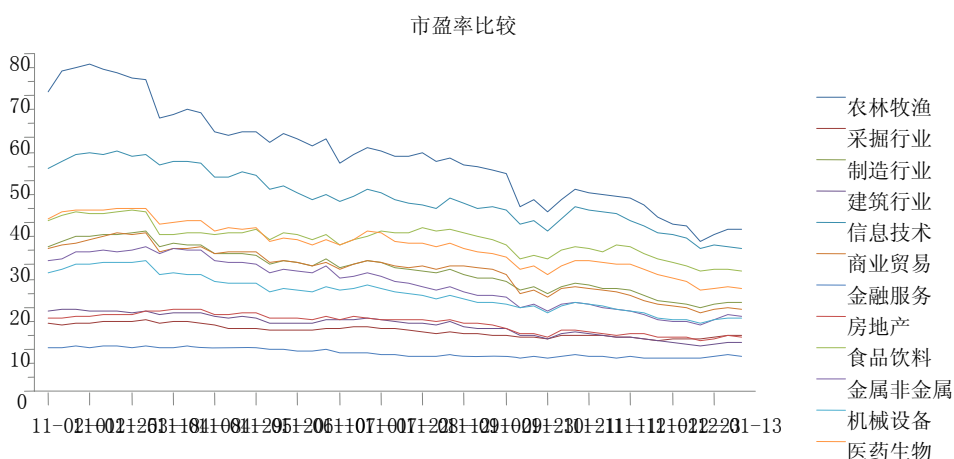
而从行情演绎主线来看，我们认为，低估值品种或依然是反弹主线，这其中包括了绝对的低估值板块如金融、煤炭以及建材等周期性板块，当然，QE3 预期下有色金属品种或也有可能进一步表现的空间，此外，也包括了前期补跌凶猛而估值已跌到历史底部的相对低估值品种，如食品饮料、医药生物等板块以及中小板、创业板中一些业绩增长依然稳定，估值却已是历史低位的品种机会。而如果行情能进一步演绎成中期反弹行情，则早周期性品种——政策受益板块——业绩预增——补涨个股或将有望成为行情递进的主线，建议继续密切关注政策面及资金面变化，操作上灵活应对，逢低布局。

图 5：A 股估值情况：中小盘类个股与主板估值溢价不断收窄



数据来源：wind资讯，南京证券

图 6：周期性品种及防御型品种的估值都处于底部位置



数据来源:Wind 资讯

#### 南京证券行业投资评级标准:

- 推荐：预期未来 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预期未来 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预期未来 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。

所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。

独立性声明

**南京证券上市公司投资评级标准：**

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

观望：六个月内预计涨幅为-10%-10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。